

## El momento económico internacional y nacional

### Enero 2013

VITTORIO CORBO

- En los últimos meses, los mercados financieros internacionales han estado ajustándose a un crecimiento mejor que el anticipado en los países avanzados y a los anuncios de la FED del inicio de una reducción gradual en sus compras mensuales de bonos, lo que ha tenido un impacto favorable en sus índices accionarios, al contrario de lo ocurrido en los países emergentes. En estas economías, la reducción en su brecha de crecimiento con los países avanzados, los ajustes de la FED y la reciente desaceleración de China han resultado en salidas de capitales, depreciaciones de sus monedas y caída en los precios de sus acciones.
- En cuanto al crecimiento mundial, la principal novedad ha estado en la recuperación de los países avanzados. En EE.UU., el crecimiento se fortalece a pesar del fuerte ajuste fiscal del año 2013, y ha estado impulsado por el aumento de la riqueza de las familias y por la recuperación del sector vivienda. Así también, en la Zona Euro, los brotes verdes que veíamos en el primer semestre del 2013 han comenzado a fortalecerse. La recuperación es impulsada por los efectos de los menores spreads en los rendimientos de los bonos soberanos en las expectativas y en el costo del crédito, el menor freno fiscal y las mejoras en las expectativas y en la competitividad. A su vez, el Reino Unido sigue sorprendiendo con su dinamismo, mientras que la recuperación de Japón, que ha estado impulsada por una política monetaria muy expansiva y un nuevo estímulo fiscal, se debilitó en el tercer trimestre.
- En tanto, en las economías emergentes, el crecimiento de China ha perdido fuerza como resultado de los ajustes realizados por sus autoridades para controlar los problemas que presentan las empresas estatales y los gobiernos provinciales y locales, el boom del crédito, los problemas de la deuda y las reformas estructurales.
- El resto de los países emergentes enfrenta un escenario mixto. Por un lado, un mayor crecimiento de los países avanzados, y por el otro, salida de capitales, caídas en términos de intercambio y condiciones financieras internacionales menos favorables.
- Además, los países emergentes que han sido importantes receptores de flujos de capitales procedentes de los países avanzados, enfrentan el riesgo de una salida abrupta de capitales frente a un posible aumento más pronunciado de las tasas de interés en los EE.UU.
- Por su parte, la economía chilena completó en el 2013 cuatro años de muy buen crecimiento, con niveles históricamente bajos en la tasa de desempleo y con la inflación retornando al 3% anual.
- Este crecimiento ha estado impulsado por las favorables condiciones externas y los efectos de la reconstrucción. Sin embargo, ahora que madura el ciclo de inversiones mineras y los trabajos de la reconstrucción van finalizando, el crecimiento pierde fuerza.
- Los sectores de mayor dinamismo son la minería y el comercio minorista, mientras que la industria manufacturera se contrae, el comercio al por mayor se desacelera y el sector construcción se estabiliza. En cuanto a la demanda interna, la inversión pierde más dinamismo del previsto, en particular en su componente de maquinarias y equipos, y si bien el dinamismo del consumo se ha reducido, aún permanece en niveles altos.
- En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene en sus mínimos históricos. Sin embargo, el crecimiento del empleo pierde fuerza ahora que nos acercamos al pleno empleo. La inflación anual volvió al 3,0%, después de varios meses de permanecer por debajo del centro del rango meta del Banco Central.
- Mirando hacia delante, el crecimiento del consumo privado debiera seguir moderándose por un menor dinamismo esperado en el mercado laboral y condiciones financieras internacionales menos favorables. La inversión seguirá débil por la maduración del ciclo minero, términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables y la incertidumbre asociada al cambio de gobierno.

Vittorio Corbo. Investigador Asociado Senior, Centro de Estudios Públicos.

**Puntos de Referencia** es editado por el Centro de Estudios Públicos. Director responsable: Lucas Sierra I. (i). Dirección: Monseñor Sótero Sanz 162, Providencia, Santiago de Chile. Fono 2328 2400 - Fax 2328 2440.

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

## 1. Introducción

En los últimos meses, los mercados financieros internacionales han estado ajustándose a un crecimiento mejor que el anticipado en los países avanzados y a los anuncios de la FED del inicio de una reducción gradual en sus compras mensuales de bonos.

En cuanto al crecimiento mundial, la principal novedad ha estado en la recuperación de los países avanzados. En EE.UU. el crecimiento se fortalece a pesar del fuerte ajuste fiscal del año 2013. Por su parte, en la Zona Euro, los brotes verdes que veíamos en el primer semestre del año pasado han comenzado a fortalecerse al crecer por segunda vez consecutiva en el tercer trimestre del 2013. El Reino Unido sigue sorprendiendo con su dinamismo y la recuperación de Japón, que ha estado impulsada por una política monetaria muy expansiva y un nuevo estímulo fiscal, se debilitó en el tercer trimestre. Las perspectivas para las economías avanzadas indican un fortalecimiento de la recuperación en un marco de amplias holguras de capacidad y bajas tasas de inflación subyacente.

En tanto, en las economías emergentes, el crecimiento de China ha perdido fuerza como resultado de los ajustes realizados por sus autoridades para controlar los problemas que presentan las empresas estatales y los gobiernos provinciales y locales, el boom del crédito, los problemas de la deuda y las reformas estructurales.

El resto de los países emergentes enfrenta un escenario mixto. Por un lado, un mayor crecimiento de los países avanzados, y por el otro, salida de capitales, caídas en términos de intercambio y condiciones financieras internacionales menos favorables. Como resultado, caen los precios de sus acciones y se deprecian sus monedas.

Así también, los países emergentes que han sido importantes receptores de flujos de capitales

procedentes de los países avanzados, enfrentan el riesgo de una salida abrupta de capitales frente a un posible aumento más pronunciado de las tasas de interés en los EE.UU.

En cuanto a las perspectivas de la economía mundial, después de haber crecido en torno al 3% durante el 2013, se proyecta que este año el crecimiento estaría en torno al 3,6%. En tanto, las estimaciones de países individuales para el 2014, en general, se han estado revisando a la baja en los países emergentes y al alza en los países avanzados.

Por su parte, la economía chilena completó en el 2013 cuatro años de muy buen crecimiento, promediando una expansión anual de 5,3%, con niveles históricamente bajos en la tasa de desempleo y con la inflación retornando al 3%. Este crecimiento estuvo impulsado por las favorables condiciones externas y los efectos de la reconstrucción. Sin embargo, ahora que madura el ciclo de inversiones mineras y los trabajos de la reconstrucción van finalizando, el crecimiento pierde fuerza.

En la siguiente sección se analiza la evolución reciente de los mercados financieros internacionales, el estado de la economía mundial y las perspectivas de crecimiento. En la última sección, se detalla la situación económica interna y las proyecciones de corto y mediano plazo.

## 2. Los mercados financieros internacionales y el crecimiento mundial

En los últimos meses, los mercados financieros internacionales han estado ajustándose a un crecimiento mejor que el anticipado en los países avanzados y a los anuncios de la FED del inicio de una reducción gradual en sus compras mensuales de bonos.

En cuanto a actividad, hemos tenido sorpresas positivas en el crecimiento de EE.UU. y la

recuperación que inició la Zona Euro en el segundo trimestre del año pasado se ha ido consolidando. En especial, destacan las mejores cifras, en el margen, de los países periféricos. En los países emergentes, China tomó más dinamismo en el tercer trimestre del 2013, sin embargo su crecimiento se desaceleró a lo largo del cuarto trimestre. Como resultado de estos desarrollos favorables en los países avanzados, los riesgos de cola de la economía mundial, es decir, eventos de baja probabilidad pero de alto impacto, se han reducido.

Por su parte, en los mercados financieros globales de los países avanzados, la combinación del anuncio de la FED y de las mejores perspectivas de crecimiento ha tenido un impacto favorable en sus índices accionarios, al contrario de lo ocurrido en los países emergentes.

En estas economías, la reducción en su brecha de crecimiento con los países avanzados, sumado al ajuste en la compra de bonos de la FED y a la reciente desaceleración de China han resultado en salidas de capitales, depreciaciones de sus monedas y caída en los precios de sus acciones, no sólo en dólares, sino que también en sus propias monedas. Los emergentes más afectados conforman el grupo conocido como los cinco frágiles, Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica, también denominados por la sigla BIITS. Estos países combinan altos déficits fiscales y de cuenta corriente con alta inflación, financiamiento externo de corto plazo relevante, problemas de oferta interna y, en el caso de Indonesia y Turquía, problemas políticos internos.

En lo que se refiere a bonos, sube moderadamente el rendimiento de los títulos a 10 años del Tesoro de los EE.UU., mientras que los spreads de los bonos a 10 años de los países periféricos de la Zona Euro (los PIIGS) con respecto al bono alemán se reducen con fuerza (Gráficos 1 y 2 y Tabla 1).

En cuanto al crecimiento mundial, la principal novedad ha estado en la recuperación de los países avanzados. En EE.UU., el crecimiento se fortalece a pesar del fuerte ajuste fiscal del año 2013, y ha estado impulsado por el aumento de la riqueza de las familias y por la recuperación del sector vivienda. Así, el crecimiento del tercer trimestre del 2013 sorprendió al alza al crecer en 4,1% anualizado en la serie desestacionalizada.

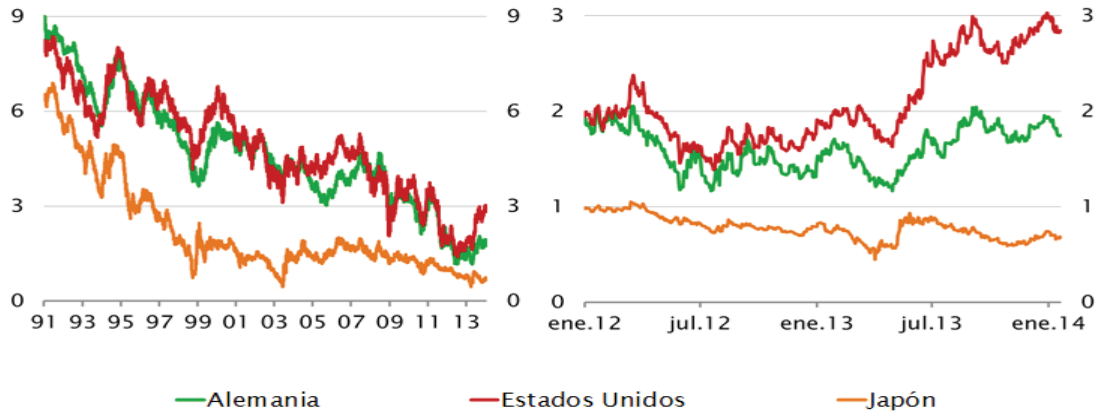
En el lado negativo, aunque se han creado 7,5 millones de empleo desde el punto más bajo de la recuperación y la tasa de desempleo ha bajado del 10% al 6,7%, la duración del desempleo sigue siendo muy alta, la tasa de participación laboral de la población entre 25 y 59 años ha caído y hay una alta proporción de trabajadores trabajando a jornada parcial por no poder encontrar empleo a tiempo completo. En los próximos trimestres, EE.UU. debería seguir expandiéndose empujado por el aumento de la riqueza, la política monetaria expansiva y un menor freno fiscal. A lo anterior, se le agregan los efectos en la inversión y la competitividad de su revolución energética.

Pero también hemos tenido mejores noticias en la Zona Euro, donde los brotes verdes que veíamos en el primer semestre del año pasado han comenzado a fortalecerse al crecer por segunda vez consecutiva en el tercer trimestre del 2013. La recuperación es impulsada por los efectos de los menores spreads en los rendimientos de los bonos soberanos en las expectativas y en el costo del crédito, el menor freno fiscal y las mejoras en las expectativas y en la competitividad.

Para completar este cuadro, el Reino Unido sigue sorprendiendo con su dinamismo (creció un 3,2% anualizado en el tercer trimestre), el cual se ha ido fortaleciendo. En contraste, la recuperación de Japón, que ha estado impulsada por una política monetaria muy expansiva y un nuevo estímulo fiscal, se debilitó en el tercer trimestre. Pero las cifras

**Gráfico 1**

Rendimientos de Bonos de Gobiernos a 10 años  
(porcentaje)

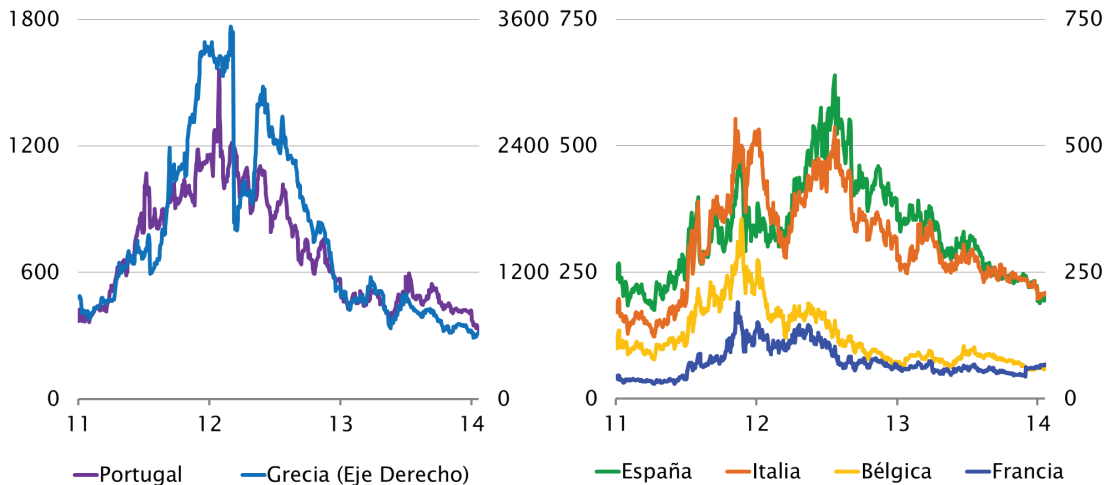


Fuente: Bloomberg, 22 de enero del 2014.

**Gráfico 2**

Premios por Riesgo Soberanos

(Medidos como spreads de rendimientos de los bonos a 10 años sobre bonos alemanes)



Fuente: Bloomberg, 22 de enero del 2014.

Tabla 1

Rendimiento de los Bonos de Gobierno en la Zona Euro  
(%)

	Pre Crisis 31-10-2009	Máximo Desde el 31-10-2009	Actual 22-01-2013
<b>Grecia</b>			
10 años	---	29.88	7.96
30 años	---	25.07	7.81
<b>Irlanda</b>			
2 años	1.76	23.22	0.71
10 años	4.41	15.51	3.24
<b>Portugal</b>			
2 años	1.36	21.01	2.32
10 años	3.79	17.39	5.04
<b>España</b>			
2 años	1.69	6.64	1.00
10 años	3.79	7.62	3.70
<b>Italia</b>			
2 años	1.53	7.66	0.99
10 años	4.07	7.26	3.80
<b>Alemania</b>			
10 años	2.23	4.23	1.75

Fuente: Bloomberg, 22 de enero del 2014.

del cuarto trimestre y nuevas iniciativas debieran apuntalar la recuperación, la cual se va a acelerar en el primer trimestre con un salto en el consumo privado como anticipo a la subida del IVA, para caer en el segundo trimestre cuando el consumo privado se comience a ajustar de acuerdo a sus determinantes más permanentes. Hacia delante, un nuevo programa de estímulo fiscal, la política monetaria expansiva y el aumento de la inversión privada compensarían la subida de los impuestos al consumo, pero necesita apretar el acelerador para avanzar, más decididamente, en las reformas estructurales que le permitan incrementar su tasa de crecimiento potencial y, así, contribuir a fortalecer su solvencia fiscal en el mediano plazo.

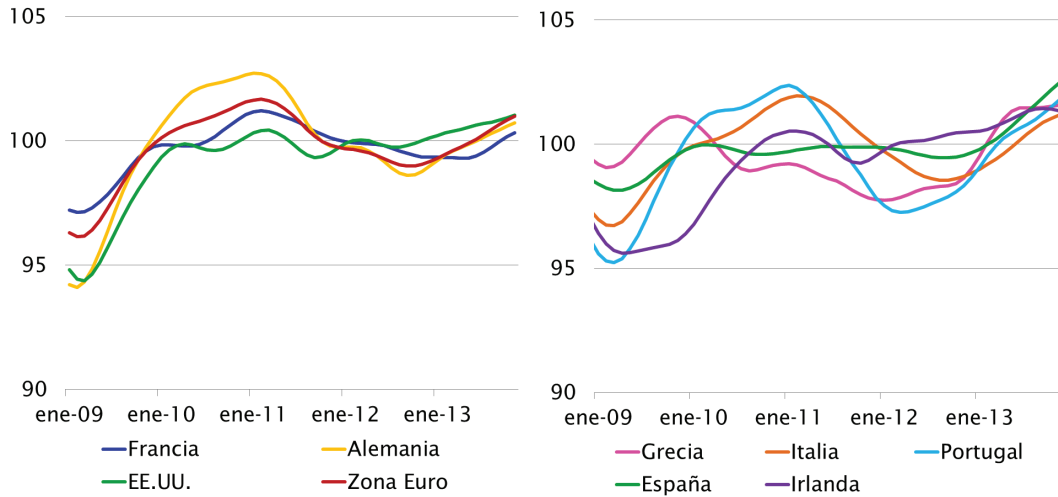
Los indicadores líderes de la OECD anticipan este fortalecimiento de la recuperación de los países avanzados (Gráfico 3). Además, en estos países existe aún bastante espacio para continuar con las políticas de estímulos monetarios porque las inflaciones subyacentes son extremadamente bajas y las holguras de capacidad son todavía considerables, especialmente en la Zona Euro (Gráficos 4, 5 y 6).

En lo que se refiere a los países emergentes, las nuevas autoridades de China han estado preocupadas por controlar los problemas que heredaron de sobreinversión en las empresas estatales y de ambiciosas obras de infraestructura de los gobiernos provinciales y locales, que habían llevado a un deterioro en la eficiencia de la inversión y a un abultado crecimiento del crédito. Así, la principal preocupación hoy ha estado centrada en controlar el crecimiento de la deuda de los gobiernos locales y el boom del crédito, aumentar la eficiencia de la inversión, controlar los problemas medioambientales y dar solución a los obstáculos más estructurales como la movilidad del campo a la ciudad y la liberalización de la política demográfica de un hijo por familia.

Todos estos son cambios radicales que tienen efectos de corto plazo en el crecimiento, pero son una inversión que permitirá lograr una expansión más sostenible en el tiempo y reducir la probabilidad de crisis mayores. Como resultado de estos ajustes, el crecimiento está perdiendo fuerza. La expansión anual cayó del 7,8% en el tercer trimestre al 7,7%

**Gráfico 3**

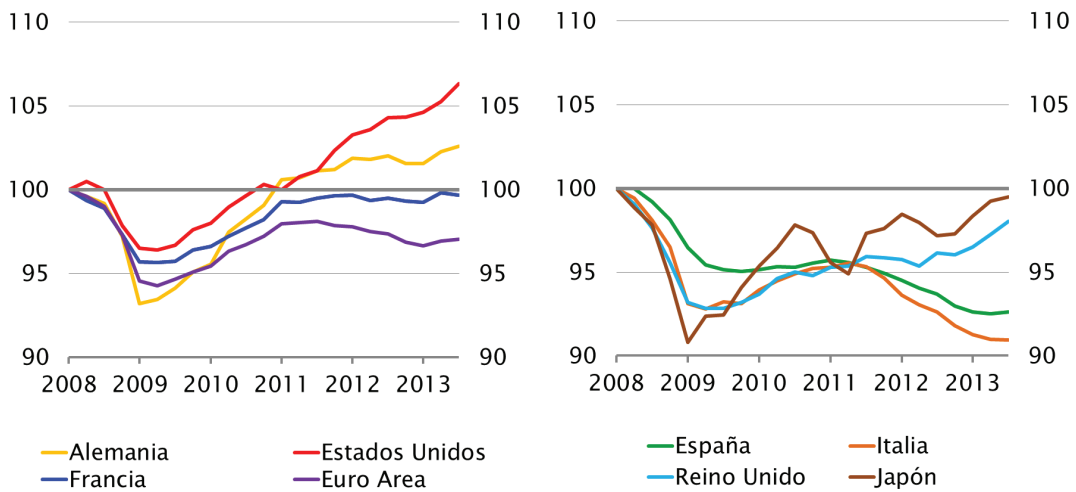
Indicadores Líderes Compuestos de la OECD



Fuente: OECD Stats.

**Gráfico 4**

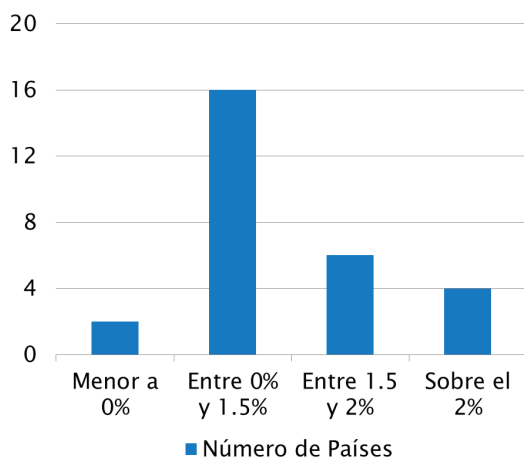
Evolución del PIB Real Desestacionalizado  
(1998.Q1= 100)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5

Tasas de Inflación Subyacente en los Países Desarrollados



Fuente: Federal Reserve of St. Louis.

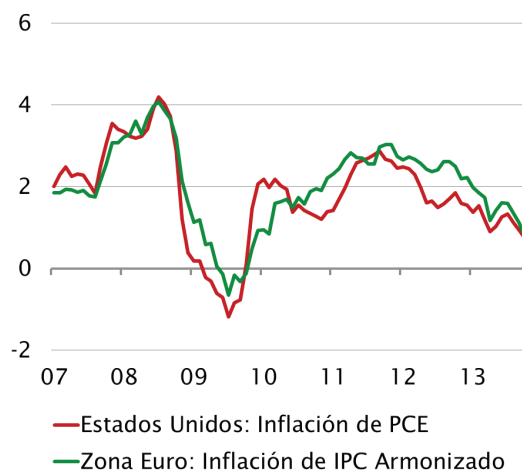
en el cuarto. Sin embargo, la caída en la tasa anualizada de la serie desestacionalizada fue más pronunciada pasando del 9 al 7,8%.

A pesar de la desaceleración, el gobierno sigue adelante con sus reformas para desregular el sector financiero, controlar los problemas de deuda, impulsar un aumento de productividad y mejorar la equidad. Las perspectivas de crecimiento para China en los próximos años están determinadas por el crecimiento de su producto potencial. Este estará afectado negativamente por la caída en el aumento del empleo y del stock de capital, y por los efectos del progreso ya alcanzado en el proceso de convergencia hacia el ingreso medio de los países avanzados. Por lo tanto, se estima que su crecimiento se reduciría gradualmente, en los próximos años, hacia el 7% anual, con el riesgo de que las medidas en ejecución para controlar la expansión del crédito y el boom de los precios de activos afecten más al crecimiento en el corto plazo.

Por su parte, los países emergentes de Europa se beneficiarán de la recuperación de la Zona Euro

Gráfico 6

Tasa de Inflación en EE.UU. y la Zona Euro (%)



y de las mejores condiciones financieras en Europa como un todo. Los países más desarrollados de Asia Emergente se verán favorecidos por el mayor dinamismo de los países avanzados y de los menores precios de commodities, pero enfrentarán mayores tasas de interés.

El resto de los países emergentes enfrenta un escenario mixto. Por un lado, un mayor crecimiento de los países avanzados que dinamiza sus exportaciones a estos mercados, y por el otro, salida de capitales, caídas en los precios de las acciones, depreciaciones de sus monedas y condiciones financieras internacionales menos favorables. El subgrupo de los países emergentes que tienen a China como uno de sus principales socios comerciales sufre, además, los efectos de una moderación en los precios de los *commodities*.

Los países emergentes que han sido importantes receptores de flujos de capitales procedentes de los países avanzados, en la forma de deuda o inversión accionaria, enfrentan también el riesgo de una salida abrupta de capitales frente a un

posible aumento más pronunciado de las tasas de interés en los EE.UU.

Sin embargo, no todos los emergentes son igual de vulnerables. Los mejores preparados frente a este escenario son los que: (1) tienen una inflación baja y tipo de cambio flotante, y (2) administraron prudentemente los buenos términos de intercambio y las entradas de capitales con una apropiada regulación y supervisión financiera, liberalización de las salidas de capitales, tipo de cambio flexible y política fiscal acíclica o contracíclica.

Entre los países emergentes que fallaron en una o más de las características anteriores destacan los antes mencionados BIITS. El crecimiento de estos últimos países estará afectado, además, por las salidas de capitales, los efectos contractivos de corto plazo de las depreciaciones de sus monedas y por problemas de limitaciones en su capacidad interna.

Por otro lado, Argentina y Venezuela son casos especiales, donde todo lo anterior se combina, además, con distorsiones y desequilibrios internos que han mermado su capacidad productiva y de respuesta al cambio en el escenario internacional.

En lo que se refiere al crecimiento mundial y sus perspectivas, después de haber crecido en torno al 3% durante el 2013 (en paridad de poder de compra) se proyecta que este año el crecimiento estaría en torno al 3,6%. En cuanto a las proyecciones para el 2014, que se han ido haciendo en los últimos 13 meses, éstas, en general, se han estado revisando a la baja en los países emergentes y al alza en los países avanzados (Gráfico 7 y Tabla 2).

Aunque los riesgos a la baja de estas proyecciones se han reducido, éstos no han desaparecido e incluyen: (1) efectos inesperados del tapering del FED; (2) sorpresas negativas en la evaluación de los bancos que está haciendo el BCE y fatiga de ajuste en la Zona Euro frente a un alto y persistente desempleo; y (3) dificultades mayores en el ajuste y reestructuración de China. Pero también hay un

riesgo al alza: si la atenuación del QE no crea mayores dificultades, el crecimiento de EE.UU. y del resto del mundo puede tomar más dinamismo que el proyectado.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

La economía chilena completó en el 2013 cuatro años de muy buen crecimiento, promediando una expansión anual de 5,3%, con niveles históricamente bajos en la tasa de desempleo alcanzando el 5,7% en el trimestre móvil septiembre – noviembre y con la inflación retornando al 3% anual en diciembre.

Este crecimiento ha estado impulsado por las favorables condiciones externas y los efectos de la reconstrucción. Sin embargo, ahora que madura el ciclo de inversiones mineras y los trabajos de la reconstrucción van finalizando, el crecimiento pierde fuerza.

El IMACEC de noviembre creció sólo un 2,8% anual, por debajo de las expectativas del mercado que esperaban una expansión del 3,5% anual. En el índice, se destaca la contribución positiva de la minería, la contracción de la industria manufacturera y la pérdida de dinamismo del comercio al por mayor. En el trimestre terminado en noviembre, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados se contrajo un 0,6% anualizado (Gráfico 8).

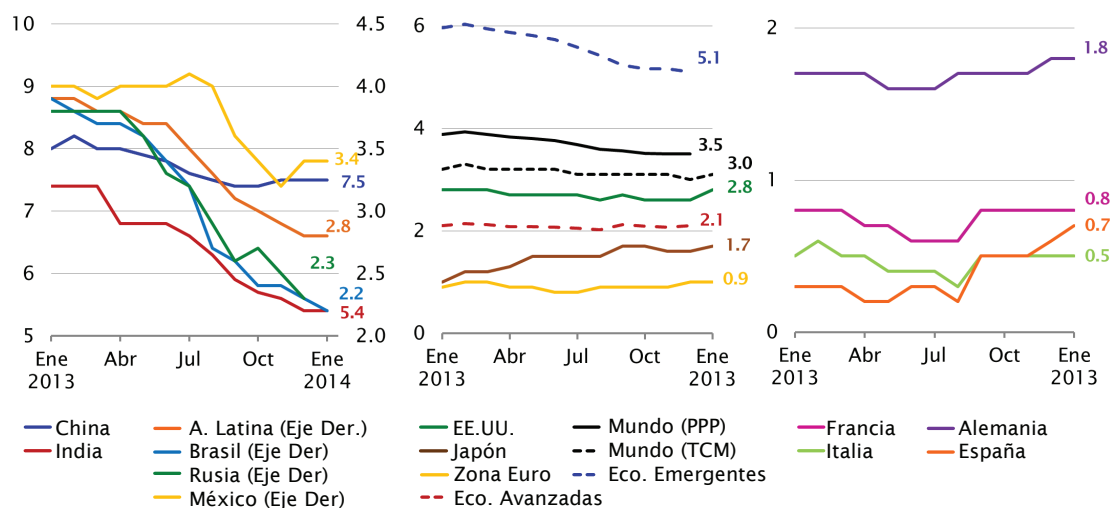
Por su parte, los indicadores de actividad del sector construcción se mantienen estables. El IMACON creció 5,7% anual en noviembre y registró una expansión acumulada de 5,3%, muy por debajo del crecimiento superior al 10% anual registrado en el 2012. Así también, los índices de venta de proveedores y despachos de materiales de construcción han mantenido un reducido dinamismo en los últimos meses.

En cuanto a la demanda interna, cifras parciales del cuarto trimestre muestran que la inversión



Gráfico 7

Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2014  
(Variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

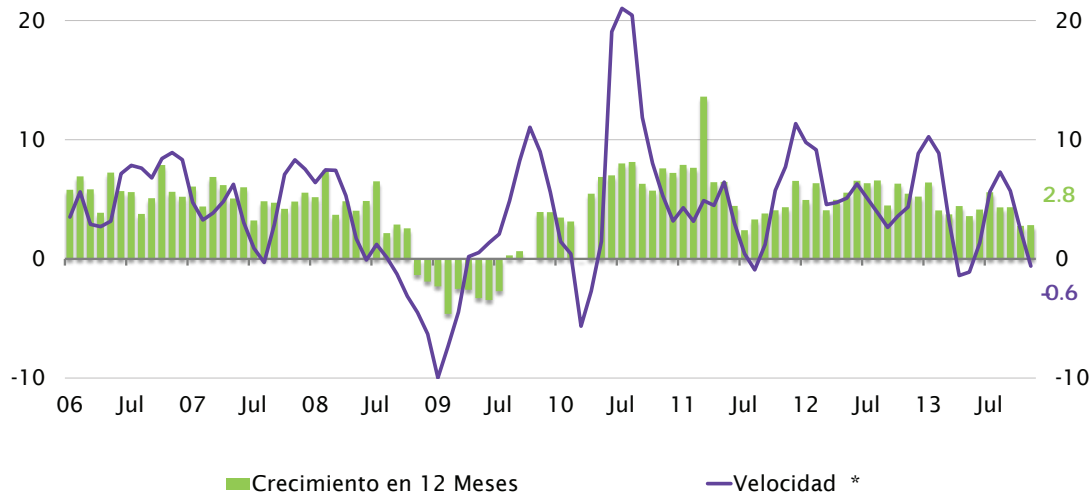
Tabla 2

Proyecciones del Crecimiento Mundial  
(variación % anual)

	2009	2010	2011	2012	2013			2014		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.8	2.5	1.8	2.8	1.9	1.8	1.9	2.8	2.8	2.6
Zona Euro	-4.4	2.0	1.5	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	1.0	1.1	1.0
Japón	-5.5	4.7	-0.6	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.4	1.7
Asia (ex-Japón)	6.7	9.8	7.4	5.8	5.8	nd	6.1	6.1	nd	6.2
China	9.2	10.4	9.3	7.7	7.7	7.7	7.7	7.5	7.7	7.5
India	8.5	10.5	6.3	3.2	4.4	4.8	4.7	5.4	6.2	5.4
América Latina	-1.2	6.0	4.6	3.0	2.6	2.5	2.6	3.0	2.9	2.8
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.0	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	2.2
México	-4.5	5.1	4.0	3.7	1.2	1.4	1.3	3.0	3.4	3.4
Economías Avanzadas	-3.4	3.0	1.7	1.4	1.3	1.3	1.2	2.2	2.2	2.1
Economías Emergentes	3.1	7.5	6.2	4.9	4.7	4.8	4.8	5.1	5.3	5.1
Mundo (PPP)	-0.4	5.2	3.9	3.1	3.0	2.9	2.9	3.7	3.7	3.5
Mundo (TCM)	-2.1	4.1	2.9	2.5	2.4	2.4	2.4	3.1	3.2	3.1
Comercio Mundial	-10.6	12.8	6.1	2.7	2.7	3.1	nd	4.5	4.6	nd

Fuente: FMI, WEO Octubre del 2013 y Update Enero 2014; Banco Mundial, Global Economic Prospects Enero 2014, Consensus Forecasts: Diciembre 2013 y Enero 2014.

Gráfico 8

IMACEC  
(%)

Fuente: Banco Central de Chile.

pierde más dinamismo del previsto, en particular en su componente de maquinarias y equipos. Así, la importación de bienes de capital continuó registrando tasas de crecimiento altamente negativas, tanto en la variación anual como mensual de la serie desestacionalizada (Gráfico 9).

Por su parte, si bien el dinamismo del consumo se ha reducido, aún permanece en niveles altos. El crecimiento de las ventas minoristas se redujo en noviembre hasta 9,2% anual desde un 13,4% en octubre. Este crecimiento sigue impulsado por la fuerte expansión de las ventas de bienes durables, en especial de los automóviles. En tanto, las ventas de bienes no durables han registrado una evolución más volátil en los últimos meses.

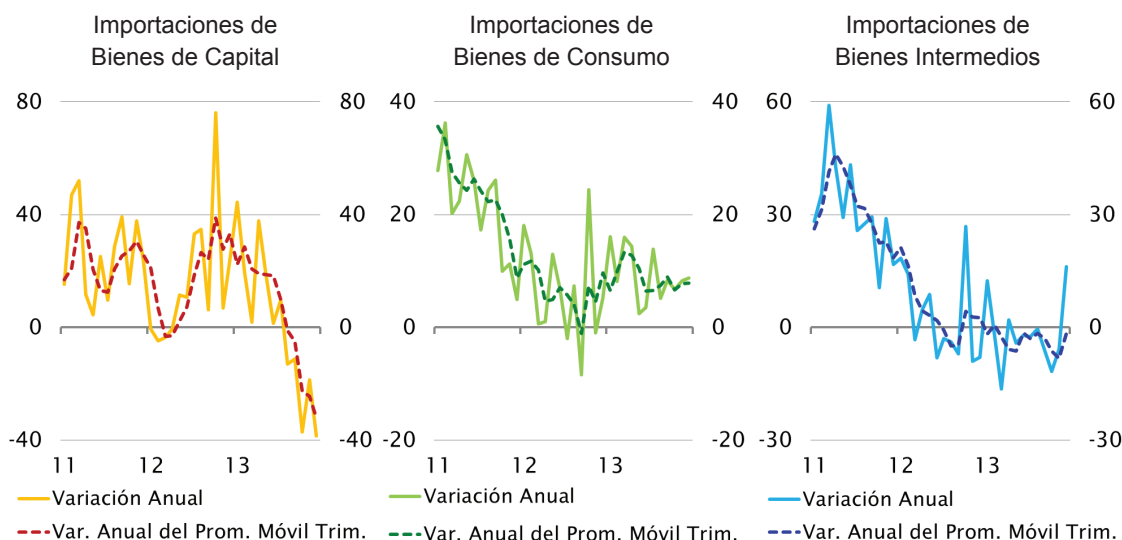
Los índices de confianza empresarial se contrajeron en todos los sectores, excepto en la minería. Si bien la confianza en el sector comercio se mantiene optimista, el pesimismo se profundiza en los sectores construcción e industrial. En la vereda del frente, la confianza de los consumidores sigue en terreno optimista, mejorando en el margen.

En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene en sus mínimos históricos, registrando un 5,7% en el trimestre septiembre – noviembre. Sin embargo, el crecimiento del empleo pierde fuerza ahora que nos acercamos al pleno empleo, con una tasa de expansión del 2,0% anual, mientras que la fuerza de trabajo aumentó en 1,5%. Se destaca el aumento de los trabajadores por cuenta propia en 4,0% anual y el de los trabajadores asalariados en 2,2%. Por su parte, la expansión de los salarios nominales y reales se redujo.

En tanto, el crecimiento de las colocaciones nominales ha continuado perdiendo dinamismo y, los resultados de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del cuarto trimestre del 2013, publicados por el Banco Central de Chile, muestran, en general, que las condiciones en la oferta de financiamiento de créditos se mantienen restrictivos, mientras que las condiciones de demanda se han debilitado, excepto para las empresas constructoras.

En materia de precios, el IPC de diciembre aumentó en 0,6% mensual, por encima de las

Gráfico 9



Fuente: Banco Central de Chile.

expectativas del mercado, con lo que la inflación anual volvió al 3,0%, después de varios meses de permanecer por debajo del centro del rango meta del Banco Central. Los aumentos principales se dieron en los transportes y combustibles, afectados por la depreciación cambiaria y el aumento de los precios internacionales de la gasolina. Con estos últimos datos, las expectativas de inflación a uno y dos años se ajustaron al alza y se acercan al 3,0%.

Mirando hacia delante, el crecimiento del consumo privado debiera seguir moderándose por un menor dinamismo esperado en el mercado laboral y condiciones financieras internacionales menos favorables. La inversión seguirá débil por la maduración del ciclo minero, términos de intercambio y condiciones financieras externas menos favorables y la incertidumbre asociada al cambio de gobierno.

En la última Reunión de Política Monetaria, realizada durante enero, el Banco Central de Chile introdujo un sesgo bajista en la futura evolución de la TPM por la ampliación de las brechas de capacidad, lo que pondría en riesgo el logro de la meta de

inflación hacia delante. El fuerte sesgo bajista de la TPM ha impulsado una depreciación adicional del peso. En el escenario más probable, vamos a tener un par de bajas adicionales en la TPM, de 25 pips cada una, en los próximos meses.

Mi escenario central para el 2014, es un crecimiento en el rango del 3 al 4% y una inflación anual a diciembre acercándose al 3%. En la Tabla 3 se presentan las distintas proyecciones de las principales variables económicas.

En cuanto a las perspectivas para el mediano plazo, las condiciones económicas no favorecen una expansión en torno al 5% anual. El crecimiento potencial será menor debido a la caída en la tasa de crecimiento del empleo (por un lado ya nos encontramos en pleno empleo, y por el otro, no hay avances en facilitar la incorporación al mercado laboral de mujeres y jóvenes con bajo capital humano), a los problemas de oferta en energía e infraestructura, a los menores términos de intercambio y al regreso a la normalidad de las condiciones financieras internacionales.

No obstante, Chile está bien preparado para enfrentar este escenario más adverso. El marco de política monetaria con un Banco Central autónomo, inflación en torno a la meta y tipo de cambio flotante permite tener una política monetaria propia y acomodar los ajustes necesarios en el tipo de cambio real que requiere la desaceleración de la demanda interna. Esto está acompañado por una política fiscal responsable, donde gracias a la regla fiscal, el gasto público es acíclico.

En este contexto, el artículo reciente del Financial Times, donde se cuestiona la robustez de Chile, es una gran exageración. En este artículo, citando un estudio de Schroders, se informa que Chile tendría una vulnerabilidad externa elevada, debido a que las necesidades de financiamiento externo superan la liquidez disponible, medido

por las reservas internacionales. Sin embargo, el artículo no tiene en cuenta que el Estado de Chile posee, además, los fondos soberanos y otros activos del Tesoro Público con lo que se supera las necesidades de financiamiento y, además, los fondos de pensiones tienen inversiones líquidas por más de 60.000 millones de dólares en el extranjero que, frente a cambios importantes en la rentabilidad relativa de los activos locales, son susceptibles de reasignarse en el mercado local. Por otro lado, Chile tiene la gran protección de un sistema financiero considerado entre los más robustos del mundo, con reducida exposición de sus empresas y personas al riesgo cambiario y un Banco Central que opera con un tipo de cambio flexible y con una inflación que recién está regresando a la meta.

**Tabla 3**  
Proyecciones Macroeconómicas de Chile  
(Variación % anual)

	2010	2011	2012	2013 BC	2014				2015		
					BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.9	5.6	4.2	3.75 - 4.75	4.0 (3.6; 4.6)	4.7	4.0 (3.5; 4.3)	4.3 (3.5; 4.8)	5.2	4.3 (3.7; 4.8)
Demanda Interna	13.6	9.1	7.1	3.9	4.8	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.1	5.4*	4.7*	4.6	4.5	-	4.7	5.1	-
Inversión total	12.2	14.7	12.3	3.9	4.1	4.0	6.4	-	5.4	7.1	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-	-	-0.9	-1.0	-	-0.7	-0.7	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	-	-	543.4**	556.9	540*** (527; 560)	550.3**	563.2	545*** (518; 570)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	2.6	2.5	2.9 (2.5; 3.5)	3.0	3.0 (2.6; 3.2)	3.0 (2.5; 3.0)	3.3	3.0 (2.9; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	6.5	-	-	-	5.9	-	-	5.9	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	-1.3	-3.5	-3.2	-3.7	-3.2	-3.9	-	-2.9	-3.6	-

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde a fines de Enero del siguiente año. \*\*\* Corresponde a fines de Diciembre del siguiente año.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Enero, 2014) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre, 2013); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Enero, 2014), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Diciembre, 2013).